Promotional material of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook week 26

June 26, 2025

熱狂と幻滅の狭間で：ドイツの脆い目覚め

ドイツでは現在、政治・経済の関係者の間で「再出発」が話題になることが多く、長らく現状維持を続けてきた同国の刷新に注目が集まっています。しかし、この「目覚め」も、政治家たちが実際に行動しなければ、「希望」のままで終わってしまう恐れがあります。これまでドイツの成長を阻害してきた構造的な障害――過剰な官僚主義、複雑な規制、遅れたデジタル化――は、予定されている規制緩和や投資推進策が実行されない限り、解消されることはないでしょう。

新たに発足した連邦政府に対する期待は明確です――「再出発」を口にするからには、行動することです。そして、経済的な観点からより重要なのは、政治的意思ではなく、実行に移す制度です。特に、20 年にわたって輸出主導型経済と投資抑制政策を続けてきた結果、構造的な問題に直面しているドイツでは、改革の先送りは将来の繁栄への深刻なリスクとなりかねません。前政権では、経済を回復させる野心的なプログラムは発表されたものの、その実行は任期の終わりまで先送りされました。しかし、周辺の地政学的な緊張が高まるなか、「高齢化する」ドイツ経済では、そうした政治的な足踏みは許されません。

市場参加者は楽観的、企業は懐疑的

景気回復の可能性を示すマクロ経済的な兆候はいくつか見られます。たとえば、ZEW 景況感指数は 6 月に 47.5 ポイントまで大きく上昇し、3 月の水準にほぼ戻りました。これは今後 6 ヶ月間に経済成長が目に見えて加速するという期待が広がっていることを意味しています。調査対象は、機関投資家などの市場参加者です。

しかし、企業は依然として慎重な姿勢を崩していません。購買担当者景気指数（PMI）、ifo 企業景況感指数、経済センチメント指標のいずれも、このところは力強い景気回復を示唆していません。これは通例のことで、金融政策が不透明な局面では、市場参加者と企業の景況感指標に乖離が生じることがよくあります。仮に景気回復への期待が高まったとしても、今のところそれは実体経済の話ではなく、理論上の話にすぎません。

低調な景況感と好調な成長の乖離？

Sources: EUROSTAT, Metzler; Status: May 31, 2025

上記の時系列データを見ると、このズレがはっきりします。経済センチメント指数は依然として 95 ポイント前後で、これは歴史的に見て「景気低迷」を示す水準です。
それにもかかわらず、GDP は違う状況を示しています。2025 年の第 1 四半期には、実質成長率が年率換算で 1.5%も伸びました。
これは、米国の関税を警戒した事前の駆け込み需要による一時的な効果なのか、それとも景気回復の始まりを示すサインなのでしょうか？

重要な判断基準は、6 月に予定されている企業調査で、センチメントの本質的な改善が見られるかどうかです。もしそうであれば、これまでの企業センチメント指数の低調な値は実体経済の勢いを過小評価していた可能性が高くなります。それは ECB の金融政策にも影響し、これ以上の利下げは適切でないのかもしれません。
一方で、もし企業のセンチメントに回復の兆しが見られなければ、注意が必要です。第 2 四半期にマイナス成長になる可能性が現実のものとなり、エネルギー危機以降ヨーロッパを悩ませてきた「景気後退回避」の政策に戻る可能性があります。こうした状況では需要を支え、景気を刺激するために、ECB はさらに 2 回の利下げが必要になるかもしれません。
しかし、金融政策だけでは本質的な景気回復はもたらされません。必要なのはドイツ景気が力強く成長するための新たな経済政策だと考えています。投資を、消費を刺激する一時的なものと考えるのではなく、高齢化し地政学的に脆弱なドイツ経済を再興するための戦略的な手段

と捉える視点です。大胆な構造改革がなければ、経済のわずかな希望の光は一過性のもので終わってしまうでしょう。

アメリカ：利上げの重荷 ― 金融引き締めの効果が試される

アメリカ経済は、タカ派的な金融政策の影響等で明らかに減速し始めています。よくあることですが、最初にシグナルを発するのは金利上昇に脆弱なセクターであり、今回は不動産市場が教科書通りの警告を発しています。新築物件と既存物件の両方のセグメントで景気後退の兆候が見られます。販売数は減少し、在庫は増加し、買い手の購入意欲は低下しています。これは金融引き締め時に見られる典型的な反応であり、高金利が抑制剤となっている状況です。

そうした兆候が見られるのは住宅市場だけではありません。アメリカ経済の中心である個人消費にもひびが入り始めています。4 月までは、関税引上げを見越した輸入増加の効果で、国内消費は何とか持ちこたえていました。多くのアメリカ人が外国製品への関税引上げを予想して、高額の買い物をしたためです。しかし、こうした一時的な消費の増加はすでに減速しつつあり、消極的な購買姿勢が広まっています。

こうした状況を背景に、金融緩和を求める声が高まっています。FRB が重視するインフレ指標であるコア PCE デフレーターは、5 月に月次でわずか 0.1%の上昇となり、利下げを催促する明確なシグナルとなる可能性があります。物価の上昇圧力は鈍化しており、それは金融当局が予想していたよりも早いペースかもしれません。

しかし、米連邦準備制度理事会（FRB）は、地政学的な動機に基づき、財政への影響が曖昧な関税引上げによるインフレ効果が予測困難であることを理由に利下げをためらっています。足元のような環境下での利下げは、金融政策が経済データよりもホワイトハウスからの命令に従っているという印象を与える可能性があり、リスクを伴います。

金利政策の軽率な方向転換は、金融政策の独立性の放棄と解釈されかねません。そして、連邦準備制度（FRB）の世界的な信用力がシステム的に重要な局面において、これは非常に危険な賭けとなるでしょう。つまり FRB は、経済的な課題に対応すべきか、それとも政治的措置によって生じた財政の課題に対応すべきかというジレンマに直面しています。両者の間の道は狭く、どれだけ些細なミスも、経済成長と物価の安定という脆弱なバランスを崩しかねません。

日本：じわじわと進む貯蓄の価値の目減り

現在の日本が置かれている状況は、これ以上ないほど矛盾しているように見えます。東京の消費者物価は 5 月に前年同月比で 3.4%上昇している一方で、日本銀行の主要政策金利は 0.5%に据え置かれており、実質金利は大幅にマイナスとなり、伝統的な経済モデルでは消費や借入を強く刺激する環境と考えられます。

しかし、これまでのところ、そうした効果は観測されていないようです。ここ数か月、個人や企業への貸出は弱まっています。地政学的な不確実性（特に米国との貿易政策の緊張）や、国内の不透明なインフレ見通しという環境において、企業も消費者も慎重な姿勢をとっているようです。つまり、高い貸出水準によるインフレリスクは限定的であることを意味していると考えられます。

しかしながら、一般的には実質金利がマイナスの場合は貯蓄する価値がないと考えられており、日本の労働市場は依然として堅調であり、賃金は数年ぶりに大きく上昇しています。通常の状況であれば、この一連の動きは個人消費を押し上げるはずです。
実際、小売売上高の最新データは、消費が堅調に推移する可能性を示唆しています。実質金利のマイナスを背景に、より多くの貯蓄が消費へ回ると、インフレが加速するリスクがあります。この点に関して、今後数か月は非常に注目される時期となるでしょう。

メッツラー・アセット・マネジメントGmbH
チーフ・エコノミスト
エドガー・ヴァルク

1.) 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
2.) 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
3.) 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
4.) 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があり、投資元本を割り込むこともあります。
5.) 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
6.) 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
7.) 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があり、当社はその変更等に起因する損
8.) 害について一切責任を負いません。
9.) 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
10.)本資料に紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
11.)本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
12.)本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メッツラー・アセット・マネジメント株式会社
〒100-0011
東京都千代田区内幸町2-2-2　富国生命ビル23階
Tel：03-3502-6610（代表）Fax：03-3502-6616
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第467号

W25-023